

Minister Hirsch Ballin heeft in november 2007 een tweede tranche maatregelen ter modernisering van het Nederlandse vennootschapsrecht aangekondigd, met als doel het Nederlandse ondernemingsrecht aantrekkelijker en concurrerender te maken. Een belangrijk onderdeel hiervan is het vergemakkelijken van de introductie van het one-tier bestuursmodel in het Nederlandse bedrijfsleven. Dit artikel gaat in op de vraag wat dit betekent voor de onafhankelijkheid van het bestuur. Hiertoe worden het one-tier en two-tier bestuursmodel beschreven en wordt aangegeven in hoeverre deze twee modellen elkaar naderen. Aan de hand van eerder onderzoek uit de Verenigde Staten komen daarnaast de mogelijke gevolgen van meer of minder onafhankelijkheid binnen een one-tier bestuur voor de prestaties van een onderneming aan de orde.

ZORG OVER ONAFHANKELIJKHEID IN EEN ONE-TIER BOARD TERECHT OF NIET?

Auke de Bos, Mijntje Lückerath-Rovers en Niels van Zijl



Minister Ernst Hirsch Ballin van Justitie heeft in november 2007 een tweede tranche maatregelen¹ ter modernisering van het Nederlandse vennootschapsrecht aangekondigd, met als doel het Nederlandse ondernemingsrecht aantrekkelijker en concurrerender te maken. Een belangrijk onderdeel van deze tweede tranche is het vergemakkelijken van de introductie van het *one-tier* ('eenlaags') bestuursmodel in het Nederlandse bedrijfsleven (Roerink & Visser, 2007). De scheiding tussen bestuur en toezicht zoals die nu in Nederland gangbaar is² (het *two-tier* of 'tweelaags' bestuursmodel), zou daarmee in de toekomst minder vanzelfsprekend worden. Dit voorstel heeft zowel voor- als tegenstanders. Zo zien Arthur Martinez, de Amerikaanse presi-

dent-commissaris van ABN Amro, en Rob van den Bergh, oud-bestuursvoorzitter van VNU en eveneens een commissaris bij ABN Amro, de keuze voor een one-tier bestuur als een verbetering. Martinez vindt in de huidige situatie de afstand tussen bestuurders en commissarissen te groot, waardoor het moeilijker is om goed toezicht te houden. Van den Bergh denkt dat de 'voorzitter' van een one-tier bestuur beter inzicht krijgt in de verhoudingen tussen de bestuurders onderling dan een Raad van Commissarissen (RvC) dat kan bij een Raad van Bestuur (RvB) (Elshout & Battes, 2007; *Het Financieele Dagblad*, 2007). Er kleven echter ook nadelen aan het one-tier systeem. Zo kan de onafhankelijkheid in het geding komen doordat de niet-uitvoerende

bestuurder zowel collega's (en salaris ontvangen) als toezicht-houders zijn van de uitvoerende bestuurders (Jungmann, 2006; Galle, 2007; De Bos, Lücknerath-Rovers & Quadackers, 2008).

In dit artikel gaan wij in op de vraag wat het instellen van een one-tier bestuursmodel betekent voor de onafhankelijkheid van het bestuur. In de volgende paragraaf zal eerst de theorievorming over onafhankelijkheid en ondernemingsbestuur beschreven worden. Vervolgens worden de verschillen tussen het one-tier en two-tier bestuursmodel beschreven, en wordt tevens aangegeven in hoeverre deze twee modellen elkaar naderen, met een focus op onafhankelijkheid. Daarna worden aan de hand van eerder onderzoek uit de Verenigde Staten de mogelijke gevolgen van meer of minder onafhankelijkheid binnen een one-tier bestuur voor de prestaties van een onderneming beschreven. De laatste paragraaf concludeert en bediscussieert de gevonden relaties.

Omwillen van de duidelijkheid zal in dit artikel steeds gesproken worden over (uitvoerende) 'bestuurders' en 'toezichthouders' (niet-uitvoerend), waarmee het onderscheid tussen RvB en RvC in een two-tier bestuur, alsmede het onderscheid tussen *executives* en *non-executives* in een one-tier bestuur, wordt bedoeld. Gezamenlijk vormen de bestuurders en toezichthouders 'het bestuur'.

Agentschaptheorie versus stewardshiptheorie

De organisatietheorie en de hedendaagse one-tier en two-tier bestuursmodellen zijn beïnvloed door de 'agentschaptheorie', waarbij de eigenaren van een onderneming ('principalen') de dagelijkse leiding uit handen geven aan managers ('agenten') (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). De agent en principaal streven beiden naar maximalisatie van hun eigen welvaart, maar hun belangen zijn niet altijd gelijk (Jensen & Meckling, 1976). Bij de keuze voor twee alternatieven kiest de rationeel handelende agent het alternatief dat hem het meeste nut (of het minste risico) oplevert. Dit kan ten koste gaan van het nut of de welvaart van de principaal (aandeelhouder), wiens belang de agent eigenlijk zou moeten dienen, waardoor 'agentschapkosten' ontstaan (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Het doel van principalen binnen de agentschaptheorie is om de agentschap-

kosten te verminderen. Hiertoe stellen ze controlemechanismen in werking die de agent afhouden van gedragingen die louter zijn eigenbelang dienen. Deze controlemechanismen – bijvoorbeeld het instellen van onafhankelijke toezichthouders op het management – zijn noodzakelijk omdat van tevoren niet kan worden bepaald of een agent zijn eigenbelang zal nastreven of het nut van de principaal zal maximaliseren (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983; Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

Stewardshiptheorie

Tegenovergesteld aan de eigenbelang nastrevende agent in de *agency*-theorie staat de 'steward' uit de 'stewardshiptheorie'. Ook in de stewardshiptheorie handelt de steward rationeel, en kiest het alternatief met het hoogste nut, echter de stewardshiptheorie gaat uit van een steward voor wie het tevreden stellen van de organisatie en het collectief het hoogste nut oplevert (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Volgens de stewardshiptheorie is de steward niet een opportunistische, zijn eigenbelang nastrevende manager, maar iemand die zijn werk goed wil doen en een goede bewaker van bezittingen van de onderneming wil zijn (Donaldson & Davis, 1991). De aannames die aan de stewardshiptheorie ten grondslag liggen zijn dat de uitvoerende bestuurders per definitie betrouwbaar zijn en dat agentschapkosten automatisch worden geminimaliseerd, doordat het zeer onwaarschijnlijk is dat het management de aandeelhouders zal benadelen uit angst voor reputatieschade (Nicholson & Kiel, 2007).

Effectiviteit

Volgens de stewardshiptheorie kan de uitvoerende bestuurder zijn werk daarom het meest effectief doen als de structuur van de onderneming optimaal is. Voorstanders van de stewardshiptheorie zijn van mening dat meer uitvoerende bestuurders en minder onafhankelijke toezichthoudende bestuurders in een bestuur zal leiden tot betere prestaties. De uitvoerende bestuurders hebben namelijk veel kennis over de onderneming en betere toegang tot informatie, waardoor ze veel beter – in vergelijking tot de onafhankelijke toezichthouders – in staat zijn om besluiten te nemen in het voordeel van de onderneming. Het gebrek aan toezicht zal niet leiden tot slechtere prestaties van de

ER LIJKEN TWIJFELS TE BESTAAN OVER DE WERKELIJKE ONAFHANKELIJKHEID VAN DE TOEZICHTHOUDERS, DOORDAT DEZE MEER TIJD BESTEDEN AAN HUN COMMISSARIAAT EN DAARDOOR EEN GROTERE BELONING ONTVANGEN OF ANDERSZINS MEER AAN DE ONDERNEMING ZIJN GEBONDEN

onderneming, omdat in het besluitvormingsproces van stewards altijd het belang van de organisatie zal prevaleren. Sterker nog, meer onafhankelijke toezichthouders leiden volgens de stewardshiptheorie tot minder goede resultaten. Deze onafhankelijke toezichthouders hebben namelijk minder goed toegang tot informatie binnen het bedrijf en hun besluiten zijn hierdoor van lagere kwaliteit (Nicholson & Kiel, 2007). Daarentegen zal volgens de agentschaptheorie juist meer onafhankelijk toezicht binnen een bestuur de prestaties ten goede komen, omdat dit zal leiden tot lagere agentschapkosten en betere resultaten voor de onderneming (Nicholson & Kiel, 2007).

De theorie geeft geen uitsluitsel over het belang van onafhankelijk toezicht en de relatie met ondernemingsprestaties. De volgende paragraaf beschrijft de verschillen tussen one-tier en two-tier besturen en start met wat de Nederlandse Corporate Governance Code (hierna: code-Tabaksblad of de Code) verstaat onder onafhankelijkheid.

One-tier versus two-tier besturen

Two-tier bestuursmodel

In Nederland³ wordt overwegend het two-tier bestuursmodel gehanteerd, waarbij de uitvoerende bestuurders en toezicht houdende bestuurders in twee afzonderlijke organen zitten: de RvB en RvC. De RvB bestuurt de onderneming en de RvC houdt toezicht op dit bestuur. Daarnaast staat de RvC de RvB met raad terzijde en richt zich bij de vervulling van zijn taak op de belan-

gen van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming(en).⁴ De leden van de RvC dienen allemaal, met uitzondering van maximaal één persoon, onafhankelijk te zijn op basis van de criteria zoals opgenomen in de Code.⁵

De Code beschouwt een commissaris als niet onafhankelijk (of afhankelijk) indien de commissaris, zijn/haar echtgenoot, geregistreerde partner of andere levensgezel, pleegkind of bloed- of aanverwant tot in de tweede graad aan één van onderstaande kenmerken⁶ voldoet:

- ★ In de vijf jaar voorafgaand aan zijn/haar benoeming een werknemer of bestuurder is geweest bij de vennootschap onder toezicht of een gelieerde vennootschap.
- ★ In het jaar voorafgaand aan zijn/haar benoeming een belangrijke zakelijke relatie met de vennootschap onder toezicht of een gelieerde vennootschap heeft gehad.
- ★ Bestuurslid is van een vennootschap, waar een bestuurder van de vennootschap onder toezicht commissaris is.
- ★ Gedurende de afgelopen twaalf maanden tijdelijk heeft voorzien in het bestuur bij belet en ontstentenis van bestuurders.
- ★ Een financiële vergoeding van de vennootschap onder toezicht of een gelieerde vennootschap ontvangt, anders dan de vergoeding voor de bekleding van het ambt van commissaris.
- ★ Een aandelenpakket van ten minste 10 procent houdt in de vennootschap onder toezicht of bestuurder, commissaris of vertegenwoordiger van een rechtspersoon is die ten minste 10 procent van de aandelen houdt.

Uiteindelijk komt het er dus op neer dat een commissaris onafhankelijk is indien hij geen relationele banden met de onderneming heeft (gehad), zoals beschreven in de eerste vier voorwaarden. Bovendien zijn financiële banden met de onderneming ook maar beperkt toegestaan, zoals voorgeschreven door voorwaarden vijf en zes.

Verschillende interpretaties onafhankelijkheid

De eisen van onafhankelijkheid worden niet door alle RvC's bij Nederlandse beursfondsen nageleefd. In het Nationaal Commissarissen Onderzoek van De Bos, Lückcrath-Rovers en Quadackers (2007) geeft 88 procent (64) van de (73) commissarissen bij Nederlandse beursfondsen aan dat de RvC voldoet aan de eisen van onafhankelijkheid. Dit komt overeen met de bevindingen uit het nalevingrapport van de Commissie Naleving Corporate Governance Code (hierna: commissie-Frijns) (2007, p. 26); uit het nalevingrapport blijkt dat 85 procent van de beursondernemingen voldoet aan de eisen van onafhankelijkheid en 12 procent een uitleg geeft waarom ze er niet aan voldoen.⁷ Onafhankelijkheid is hiermee één van de onderdelen van de

Code die relatief het meest wordt uitgelegd. Hoewel de criteria van onafhankelijkheid door de Code worden gegeven, blijkt dat commissarissen 'onafhankelijkheid' verschillend interpreteren; zo is er bijvoorbeeld verschil van mening of het hebben van aandelen in de onderneming de onafhankelijkheid wel of niet in de weg staat (commissie-Frijns, 2007).

Naast het uitleggen van onafhankelijkheid wordt het toepassen van het one-tier bestuursmodel het meest uitgelegd (19%) (commissie-Frijns, 2007, p. 27). Uit onderzoek van Spencer Stuart (2006) blijkt dat 9 procent van de Nederlandse beursondernemingen voor een one-tier bestuursmodel heeft gekozen (zie tabel 1)⁸. Voorbeelden uit de AEX Index met een one-tier bestuur zijn Royal Dutch Shell, Unilever en Fortis.⁹

Het voorstel van minister Hirsch Ballin maakt het straks voor ondernemingen eenvoudiger om te kiezen voor een one-tier bestuursmodel.

One-tier bestuursmodel

In landen met een Angelsaksisch rechtssysteem, zoals de Verenigde Staten, Canada en het Verenigd Koninkrijk, is het one-

Tabel 1. One-tier en two-tier besturen in Nederland in 2006 (Spencer Stuart 2006)

	Totaal	24 AEX	25 AMX	24 AScX	27 overigen
One-tier bestuur	9 (9%)	3 (12,5%)	3 (12%)	0 (0%)	3 (11%)
Two-tier bestuur	91 (91%)	21 (87,5%)	22 (88%)	24 (100%)	24 (89%)

Tabel 2. Onafhankelijkheid bestuurders in de Verenigde Staten

		Onafhankelijk	Afhankelijk
Bestuurders			A
Toezichhouders	Verbonden met onderneming Buitenstaander	C	B
Vereist Percentage		Minimaal 50%	Maximaal 50%

UITEINDELIJK KOMT HET ER DUS OP NEER DAT EEN COMMISSARIS ONAFHANKELIJK IS INDIEN HIJ GEEN RELATIONELE BANDEN MET DE ONDERNEMING HEEFT (GEHAD)

tier model dominant. Deze ondernemingen hebben één *board of directors*, waarin zowel executives (bestuurders) als non-executives (toezichthouders) samen plaatsnemen. Tussen deze landen bestaan overigens wel verschillen in de invulling van het one-tier model, zoals het wel of niet toestaan van een duale voorzitter (één voorzitter leidt zowel de executives als de non-executives). In het vervolg van dit artikel richten wij ons op de situatie in de Verenigde Staten.

Een one-tier bestuursmodel betekent niet dat de eis van onafhankelijkheid wordt losgelaten. In de Verenigde Staten moet een meerderheid van het bestuur bestaan uit onafhankelijke leden¹⁰, waarbij de onafhankelijkheidscriteria¹¹ op een aantal punten verschillen met die uit de code-Tabaksblad.¹² In 2007 was ook daadwerkelijk 81 procent van de bestuurders onafhankelijk (Spencer Stuart, 2007). Tabel 2 geeft een overzicht van de verschillende mogelijkheden voor wat betreft de onafhankelijkheid van bestuurders en toezichthouders in de Verenigde Staten.

Bestuurders (A) zijn per definitie afhankelijk, maar de toezichthouders hoeven niet per se onafhankelijk te zijn. De toezichthouders (B) die niet onafhankelijk zijn, worden 'verbonden met de onderneming' (*affiliated*) genoemd. Deze verbonden toezichthouders kunnen voormalig bestuurders zijn of bijvoorbeeld consultants, advocaten of andere adviseurs van de onderneming. Onafhankelijke toezichthouders (C) zijn buitenstaanders (*outsiders*). De afhankelijke bestuurders en toezichthouders (A + B) mogen gezamenlijk niet meer dan 49 procent van het bestuur vormen.

De onafhankelijkheid van een one-tier bestuur kan worden verzwakt door de functie van de leider van bestuurders (CEO) en de leider van de toezichthouders (*chairman* of voorzitter) te combineren. Deze situatie van 'CEO-dualiteit' kwam in 2007 bij 65 procent van de S&P 500-ondernemingen in de Verenigde

Staten voor, dit is een daling van 13,5 procent ten opzichte van 2002 (Spencer Stuart, 2007). In het Verenigd Koninkrijk is CEO dualiteit overigens niet toegestaan. Dit geldt eveneens voor de huidige ondernemingen met een one-tier bestuur die genoteerd staan aan de Nederlandse beurs.¹³ Het one-tier versus two-tier bestuursmodel leidt tot verschillen in de taakopvatting van de toezichthouders. Daarnaast nemen beide bestuursmodellen echter ook bepaalde kenmerken van elkaar over. In het hiernavolgende zullen eerst de verschillen en daarna de toenadering in toezicht worden toegelicht.

Versillen in toezicht

De scheiding tussen bestuur en toezicht wordt door de voorstanders van het two-tier systeem als het grootste voordeel gezien ten opzichte van het one-tier model (Jungmann, 2006). Door deze scheiding zijn de toezichthouders in de RvC in staat een onafhankelijk oordeel te vellen over de voorstellen van de RvB (Maassen & Van den Bosch, 1999). Een nadeel is echter dat bij een two-tier bestuur het toezicht achteraf plaatsvindt, terwijl er bij one-tier besturen sprake is van toezicht gedurende het besluitvormingsproces. De non-executive dient binnen een one-tier bestuur bij zo'n proces als adviseur en als kritische gesprekspartner. De commissarissen binnen een two-tier systeem zijn minder betrokken bij bestuur en beleidsbepaling, aangezien zij meer retrospectief werken, terwijl de rol van non-executives binnen het one-tier systeem reactief is (Jungmann, 2006).

Deze meer retrospectieve rol blijkt ook uit het onderzoek van De Bos, Lückerath-Rovers en Quadackers (2007) waar van de 73 ondervraagde commissarissen bij beursondernemingen¹⁴ er slechts 25 aangeven (34%) bij te dragen aan strategische beslissingen binnen de onderneming. Daarentegen stellen vrijwel alle commissarissen bij beursondernemingen (71 commissarissen,

97%) dat ze in staat zijn voldoende toezicht uit te oefenen. Gemiddeld besteden ze hier 13 uur per maand aan. In relatief weinig tijd kunnen deze commissarissen dus voldoende toezicht uitoefenen, maar dragen ze niet bij aan strategische beslissingen. Zowel Peij (2007) als De Bos, Lückcrath-Rovers en Quadackers (2008) stellen dat de overgang naar een one-tier board gevolgen zal hebben voor de tijdsbesteding van de commissarissen. De Bos, Lückcrath-Rovers en Quadackers (2008): "De tijdsbesteding van een commissaris binnen een one-tier board zal vele malen groter zijn dan in een two-tier board, en daarmee ook de omvang van zijn salaris."

De commissaris wordt daarmee voor een belangrijk deel van zijn inkomen afhankelijk van één commissariaat. Toezicht-houders in een one-tier bestuur zijn zowel toezichthouder als collega van de bestuurders: het 'collega-toezichthouder-dilemma' (Jungmann, 2006).

Daarentegen heeft in theorie een toezichthouder in een one-tier bestuur directe toegang tot relevante informatie. De RvC is echter voor zijn informatie over de onderneming afhankelijk van de gegevensverstrekking door de RvB, en heeft daarmee een informatieachterstand. Omdat de toezichthouders in een one-tier bestuur intensiever zijn betrokken bij de besluitvorming binnen de onderneming en zich niet kunnen verschuilen achter het feit dat ze alleen maar retrospectief toezicht houden, hebben ze bovendien meer drijfveren om zo veel mogelijk relevante informatie te vergaren (Jungmann, 2006). Overigens vraagt Jungmann zich af of de informatievergaring door non-executives binnen een one-tier systeem in de praktijk net zo goed verloopt als in theorie, omdat het voorkomt dat informatie wordt voorbereid door de executives.

Toenadering van bestuursmodellen

Peij (2007; op basis van eerder onderzoek) stelt dat de twee bestuursmodellen naar elkaar toe zijn gegroeid, onder meer door de toenemende invloed van aandeelhouders en andere belanghebbenden. Zo wordt in Angelsaksische landen een grotere scheiding tussen toezicht en uitvoering betracht, terwijl landen met het two-tier systeem een grotere betrokkenheid van de RvC bij de besluitvorming krijgen (Peij, 2007, p. 27). Peij (2007) spreekt in dit kader dan ook van een 1,5-tier model. Maassen en Van den Bosch (1999) betwijfelen daarnaast of de RvC wel echt onafhankelijk is en kan zijn, omdat leden van de RvC en RvB meer dan eens contact hebben met elkaar in officiële vergaderingen of daarbuiten. De cijfers in tabel 3 bevestigen het contact tussen RvB en RvC tijdens officiële vergaderingen. In 2006 vergaderden de RvC en RvB 6,8 keer gezamenlijk; een voltallig one-tier bestuur deed dit gemiddeld 8,3 keer.

Samenvattend kunnen we stellen dat de verschillen tussen de twee bestuursmodellen kleiner worden. Daarnaast lijkt de veronderstelling dat een two-tier bestuur een grotere onafhankelijkheid nastreeft niet te verdedigen op basis van de criteria voor onafhankelijke toezichthouders en de gezamenlijke vergaderingen van het bestuur. Ondanks criteria van onafhankelijkheid lijken er twijfels te bestaan over de werkelijke onafhankelijkheid van de toezichthouders, doordat deze meer tijd gaan besteden aan hun commissariaat en daardoor een grotere beloning ontvangen of anderszins meer aan de onderneming zijn gebonden (bijvoorbeeld door aandelenbezit) (De Bos, Lückcrath-Rovers & Quadackers, 2008; commissie-Frijns, 2007; Peij, 2007). Ook al wordt voldaan aan de opgestelde onafhankelijkheidscriteria, er is de schijn van afhankelijkheid. De theorie (zie de tweede paragraaf) biedt geen uitsluitel over de invloed van onafhankelijk-

Tabel 3. Aantal vergaderingen van RvC en one-tier besturen in Nederland in 2006 (Spencer Stuart, 2006)

	Totaal	24 AEX	25 AMX	24 AScX	27 overigen
One-tier bestuur	8,3	8,7	8,5	-	5,5
RvC vergadering samen RvB	6,8	7,7	6,5	6,3	6,8
RvC vergadering zonder RvB	1,9	2,2	1,9	1,6	2,0

heid op de ondernemingsresultaten. Empirisch onderzoek of meer of minder onafhankelijkheid in het bestuur leidt tot betere resultaten heeft voornamelijk in de Verenigde Staten plaatsgevonden. In de volgende paragraaf zullen de resultaten van deze onderzoeken kort beschreven worden.

Empirische studies onafhankelijkheid en performance

Eerder is beschreven dat meer onafhankelijkheid in het bestuur volgens de agentschaptheorie dan wel de stewardshiptheorie tot respectievelijk betere of slechtere ondernemingsresultaten zal leiden. In deze paragraaf wordt een viertal studies uit de Verenigde Staten beschreven die deze hypothesen hebben onderzocht (Dalton, Daily, Ellstrand & Johnson, 1998; Bhagat & Black, 2002; Klein, 1998; Coles, Daniel & Naveen, 2008).

Dalton, Daily, Ellstrand en Johnson (1998) tonen aan dat er geen overtuigend bewijs bestaat voor een positieve invloed van onafhankelijkheid op prestaties van de onderneming. De gevonden relatie is namelijk zo klein dat er geen praktische relevantie vanuit gaat. Deze resultaten waren gebaseerd op een meta-analyse onder 54 eerdere onderzoeken. Een meta-analyse berekent een gewogen gemiddelde van de eerder gevonden – in dit geval – correlaties en past correctietermen toe om de kans op schijnrelaties te beperken. Omdat niet alle gebruikte onderzoeken dezelfde definitie voor onafhankelijkheid hanteren, worden de onderzoeken opgedeeld in vier groepen die alle vier een andere definitie gebruiken. Er wordt echter geen bewijs gevonden dat deze verschillende definities leiden tot andere uitkomsten.

Bhagat en Black (2002) hebben onderzoek gedaan naar ruim 900 beursondernemingen in de Verenigde Staten. Hierbij is onderzocht of er een relatie bestaat tussen de onafhankelijkheid

binnen het bestuur (het percentage buitenstaanders minus het aantal (uitvoerende) bestuurders) en de financiële prestaties (periode 1985-1995). De prestaties werden zowel uitgedrukt in kapitaalmarktvariabelen als in accountingvariabelen. De gerapporteerde regressieresultaten toonden aan dat er geen positief verband bestaat tussen de onafhankelijkheid binnen een bestuur en de financiële prestaties. Sterker nog, de onderzoekers vonden zelfs een significant negatieve relatie. De auteurs, die hun aannames baseren op de agentschaptheorie, geven als mogelijke verklaring het gebrek aan ‘echte’ onafhankelijkheid binnen een bestuur. De oorzaak hiervan kan het aantal dienstjaren van de toezichthouders zijn. Door jarenlange omgang met de CEO en andere bestuurders verslapt het toezicht. Een andere mogelijke reden is dat de relatie met de bestuurders te subtiel is om in de termen van afhankelijk of onafhankelijk te vatten.

Klein (1998) vond geen relatie tussen afhankelijkheid en financiële prestaties, maar brengt een belangrijke nuance aan in eerder onderzoek. Klein (1998) merkt op dat het niet belangrijk is hoeveel afhankelijke of onafhankelijke leden in een bestuur van een onderneming zitten, maar dat de werkzaamheden die ze uitvoeren er wel toe doen. Het percentage bestuurders in de Financiële Commissie dat zich onder andere bezighoudt met het evalueren van financieringsconstructies en het bepalen van het dividendbeleid, en in de Investerings Commissie die langetermijninvesteringen en -projecten beoordeelt, heeft een significant positieve invloed op de financiële prestaties van een onderneming. Dit betekent dat meer afhankelijkheid van de leden van deze commissies leidt tot betere prestaties. De resultaten zijn gebaseerd op zowel marktgegevens als op accountingvariabelen van de S&P 500-bedrijven in 1992 en 1993.

Tot slot vindt het onderzoek van Coles, Daniel en Naveen (2008) een significant positief verband tussen het aantal bestuur-

TOEZICHTHOUDERS IN EEN ONE-TIER BESTUUR ZIJN ZOWEL TOEZICHTHOUDER ALS COLLEGA VAN DE BESTUURDERS: HET ‘COLLEGA-TOEZICHTHOUDER-DILEMMA’

ders in besturen van ondernemingen met een hoge Research & Development-intensiteit¹⁵ en Tobin's Q¹⁶. Voor het onderzoek van Coles, Daniel en Naveen (2008) is informatie van 8.165 bedrijfsjaren uit de periode 1992-2001 gebruikt. Er wordt door deze onderzoekers geen significante relatie gevonden tussen afhankelijkheid en Tobin's Q voor alle ondernemingen.

Geen van de vier hierboven genoemde onderzoeken vindt een positief significante relatie tussen onafhankelijkheid en financiële prestaties van een onderneming, zoals zou worden verwacht door aanhangers van de agentschaptheorie. De resultaten lijken eerder omgekeerd en suggereren juist dat minder onafhankelijkheid betere financiële prestaties tot gevolg heeft. Bhagat en Black (2002) maken onzes inziens een interessante opmerking over het doorgesloten streven naar onafhankelijkheid. Een beperkte mate van onafhankelijkheid zou namelijk zeker positief zijn, maar te veel onafhankelijkheid komt de onderneming juist weer niet ten goede.

Volgens Kroeze (2005, p. 183) is de oorzaak hiervan dat "de plaatsen die onafhankelijke commissarissen innemen in de raad [van commissarissen] ten koste gaan van commissarissen met andere noodzakelijke competenties." Het kan echter ook zo zijn dat de gebruikte maatstaf voor onafhankelijkheid (executives versus non-executives of outsiders) geen goede maatstaf is voor het meten van onafhankelijkheid. Bijvoorbeeld omdat niet voldaan is aan de criteria van onafhankelijkheid; of dat er wel voldaan wordt aan de criteria van onafhankelijkheid, maar dat de criteria onvoldoende de onafhankelijkheid waarborgen. Of zoals Kroeze (2005) stelt: wordt de beoordeling of een commissaris onafhankelijk of niet onafhankelijk is, gebaseerd op formele, weinig genuanceerde criteria?

Conclusies en aanbevelingen voor toekomstig onderzoek

Naar aanleiding van één van de belangrijkste onderdelen van de tweede tranche vernieuwingen van het vennootschapsrecht – de mogelijkheid voor ondernemingen om voor een one-tier bestuursmodel te kiezen – is er zorg ontstaan omtrent de onafhankelijkheid van de commissarissen. Hun onafhankelijkheid zou in het geding zijn door het collega-toezichthouder-dilemma. Uit

de in dit artikel behandelde agentschaptheorie, stewardshiptheorie en empirische onderzoeken komt de noodzaak van onafhankelijkheid van een bestuur niet overtuigend naar voren. Peij (2007) voerde bovendien een betoog waarom dit Angelsaksische one-tier model, zij het met Rijnlandse invloeden, inderdaad ingevoerd zou kunnen worden. Ook kan het plan op veel bijval vanuit het bedrijfsleven rekenen. Toch is de uitgesproken zorg niet onterecht op basis van de volgende aandachtspunten:

- ★ De behandelde theorieën en Amerikaans empirisch onderzoek focussen zich voornamelijk op de relatie tussen onafhankelijkheid en financiële prestaties. Het onderzoek toont vooralsnog geen significante positieve relatie tussen onafhankelijkheid en prestaties aan en dit betekent dat de vrees voor een mindere onafhankelijkheid op basis van prestatie-indicatoren niet onderbouwd kan worden. De gevolgen van de verwachte mindere onafhankelijkheid voor stakeholders, anders dan de aandeelhouders, blijven hier echter buiten beschouwing. In Nederland hecht men aan het afwegen van de belangen van veel stakeholders bij besluitvorming. Het is daarom van belang om de invloed van onafhankelijkheid op meerdere aspecten van ondernemingbestuur te onderzoeken. Te denken valt aan aspecten zoals arbeidsomstandigheden, maatschappelijk verantwoord ondernemen, investerings-, belonings- en fraudebeleid en andere aspecten waarbij niet alleen aandeelhoudersrendement vooropstaat.
- ★ Als maatstaf voor onafhankelijkheid in de empirische studies wordt een aantal maal de ratio bestuurders versus onafhankelijke toezichthouders gebruikt. Dit lijkt verdedigbaar aangezien in de Verenigde Staten de onafhankelijke toezichthouders aan de criteria van onafhankelijkheid moeten voldoen en zij minimaal 50 procent van het bestuur moeten vormen. De criteria van onafhankelijkheid zijn vergelijkbaar met de criteria van de Nederlandse Code. Echter in de derde paragraaf is beschreven dat ten eerste in Nederland aan deze criteria niet altijd wordt voldaan en ten tweede dat de veronderstelling wat werkelijke onafhankelijkheid is niet altijd overeenkomt met de criteria van de Code. Dit wordt ook door Bhagat en Black (2002) als mogelijke oorzaak voor hun (niet verwachte) resultaat gegeven.

DE ONAFHANKELIJKHEID VAN EEN ONE-TIER BESTUUR KAN WORDEN VERZWAKT DOOR DE FUNCTIE VAN DE LEIDER VAN BESTUURDERS EN DE LEIDER VAN DE TOEZICHTHOUDERS TE COMBINEREN

De veelgehoorde kritiek op het one-tier bestuursmodel dat de onafhankelijkheid van het toezicht in het geding is, is niet zonder meer te onderbouwen. Nader onderzoek naar onafhankelijkheid en ondernemingsbestuur zal daarom onzes inziens duidelijkheid moeten geven over de volgende vragen:

- ★ Wanneer is een toezichthouder werkelijk onafhankelijk, of wanneer heeft hij de schijn toch tegen zich?
- ★ Waarborgen de criteria uit de Code voldoende deze werkelijke onafhankelijkheid?
- ★ Zo nee, is het dan wenselijk dat deze criteria worden aangepast?
- ★ Is de werkelijke onafhankelijkheid in zowel een one-tier als two-tier model op gelijke manier te bereiken?
- ★ Wat zijn de gevolgen van meer of minder onafhankelijkheid in het bestuur op ondernemingsresultaten, maar ook op andere aspecten van ondernemingsbestuur zoals het investeringsbeleid, bezoldigingsbeleid enzovoort.

De beantwoording van deze vragen kan wellicht een bijdrage leveren aan de discussie over onafhankelijkheid en de daarmee wellicht samenhangende (on)wenselijkheid van een one-tier model.

Over de auteurs

Prof. dr. A. (Auke) de Bos is hoogleraar Bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en partner bij Ernst & Young Accountants, waar hij voorzitter is van het Directoraat Vaktechniek.

Dr. M. (Mijntje) Lückcrath-Rovers is universitair docent Financiële Markten en Toezicht aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

Mr. drs. N.J.M. (Niels) van Zijl is promovendus aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en doet onderzoek naar de rol van de commissaris.

Noten

1. In 2004 is de toenmalige minister van Justitie Piet Hein Donner gestart met de modernisering van het Nederlandse vennootschapsrecht. Deze vernieuwing was destijds gericht op de verhoudingen tussen bestuurders, werknemers en aandeelhouders en heeft bijvoorbeeld geleid tot het verplicht voorleggen ter goedkeuring van belangrijke besluiten aan de aandeelhouders (art. 2:107a BW) en het stemrecht tijdens aandeelhoudersvergaderingen voor certificaathouders (art. 2:118a BW).
2. Ondernemingen met een structuurregime zijn wettelijk verplicht om een aparte RvC te hebben, zie artikel 2:158 BW jo. 2:154 BW.
3. Naast Nederland kennen onder andere Duitsland, Oostenrijk, Denemarken en Finland het two-tier bestuursmodel.
4. Zie artikel 2:140 lid 2 BW voor de NV en artikel 2:250 lid 2 BW voor de BV. Een meer uitgebreide beschrijving ten aanzien van de RvC en in het bijzonder de onafhankelijkheid van de RvC wordt gegeven door Kroeze (2005).
5. Zie bepaling III.2.1 van de code-Tabaksblad.
6. Zie bepaling III.2.2 van de code-Tabaksblad.
7. 3 procent leeft de code niet na in de zin van pas toe of leg uit.
8. Deze cijfers van commissie-Frijns (2007) en Spencer Stuart (2006) betreffende het one-tier bestuursmodel komen niet overeen.
9. Op deze ondernemingen is het structuurregime niet van toepassing (zie artikel 2:153 lid 3 sub b BW) en hierdoor is de verplichte instelling van een RvC niet vereist.
10. Zie artikel 303A.01 van de NYSE Listed Company Manual.
11. Zie artikel 303A.02 van de NYSE Listed Company Manual.
12. Punt 1 uit de opsomming aan het begin van deze paragraaf spreekt over vijf jaar, terwijl de NYSE Manual een periode van drie jaar hanteert. Het bekleeden van een 'interim'-positie is in de NYSE Manual geen reden om iemand als niet onafhankelijke te kwalificeren, terwijl volgens punt 4 dit wel een reden is voor de code-Tabaksblad. Punt 5 wordt ook genoemd in de NYSE Manual, maar in de NYSE leidt dit pas tot niet onafhankelijkheid

indien het bedrag hoger is dan USD 100.000. In de toelichting van de NYSE Manual wordt specifiek genoemd dat een aandelenpakket, zoals in punt 6 uit de opsomming aan het begin van deze paragraaf, geen reden is om een bestuurder als niet onafhankelijk te kwalificeren.

13. Zie hoofdstuk III.8 van de code-Tabaksblat.
14. Aan het onderzoek van De Bos, Lückerath-Rovers en Quadackers (2007) hebben in totaal 395 commissarissen meegedaan waarvan 73 commissarissen bij een beursonderneming.
15. R&D-intensiteit wordt gedefinieerd als de ratio van R&D-kosten en de boekwaarde van de assets.
16. Tobin's Q wordt gedefinieerd als de ratio van de marktwaarde van de onderneming en de boekwaarde.

Literatuur

- ★ Bhagat, S. & B.S. Black, 'The non-correlation between board independence and long-term firm performance', *The Journal of Corporation Law*, 27(2), p. 231-273, 2002.
- ★ Bos, A. de, M. Lückerath-Rovers & L. Quadackers, *Nationaal Commissarissen Onderzoek 2007*, Research Institute Finance, Accounting & Law, Rotterdam 2007.
- ★ Bos, A. de, M. Lückerath-Rovers & L. Quadackers, 'Slagvaardig maar gebonden', *Het Financieele Dagblad*, p. 9, 11 januari 2008.
- ★ Coles, J.L., N.D. Daniel & L. Naveen, 'Boards: does one size fit all?', *Journal of Financial Economics*, 87(2), p. 329-356, 2008.
- ★ Dalton, D.R., C.M. Daily, A.E. Ellstrand & J.L. Johnson, 'Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance', *Strategic Management Journal*, 19, p. 269-290, 1998.
- ★ Davis, J.H., J.H. Schoorman & L. Donaldson, 'Toward a stewardship theory of management', *The Academy of Management Review*, 22(1), p. 20-47, 1997.
- ★ Donaldson, L. & J.H. Davis, 'Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns', *Australian Journal of Management*, 16(1), p. 49-64, 1991.
- ★ Elshout, P.C. & P. Battes, 'Deze deal is beter dan de fusie met ING', *Het Financieele Dagblad*, p. 19, 1 november 2007.
- ★ Fama, E.F. & M.C. Jensen, 'Separation of ownership and control', *Journal of Law and Economics*, 26(2), p. 301-325, 1983.
- ★ Galle, J.G.C.M., 'Meer toezicht in nv', *Het Financieele Dagblad*, p. 7, 29 november 2007.
- ★ Het Financieele Dagblad, 'Bedrijf voelt voor één bestuur', *Het Financieele Dagblad*, p. 15, 14 november 2007.
- ★ Jungmann, C., 'The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems: evidence from the UK and Germany', *European Company and Financial Law Review*, 3(4), p. 426-474, 2006.
- ★ Klein, A., 'Firm performance and board committee structure', *Journal of Law and Economics*, 41(1), p. 275-303, 1998.
- ★ Kroeze, M.J., 'Onafhankelijkheid van commissarissen', *Ondernemingsrecht*, 7(8), p. 272-278, 2005.
- ★ Maassen, G.F. & F.A.J. van den Bosch, 'On the supposed independence of two-tier boards: formal structure and reality in the Netherlands', *Corporate Governance: An International Review*, 7(1), p. 31-37, 1999.
- ★ Monitoring Commissie Corporate Governance, *Derde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code*, 2007. Beschikbaar op: <http://www.corpgov.nl>.
- ★ Nicholson, G.J. & G.C. Kiel, 'Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance', *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), p. 585-608, 2007.
- ★ Peij, S., 'Rijnlands eenlaags bestuursmodel heeft de toekomst', *Goed Bestuur, Tijdschrift over Governance*, 4, p. 26-32, 2007.
- ★ Roerink, R. & M. Visser, 'Bedrijf kan van aparte rvc af', *Het Financieele Dagblad*, p. 1, 13 november 2007.
- ★ Spencer Stuart, *The Netherlands board index: board trends and practices at 100 leading companies*, Spencer Stuart, Amsterdam 2006.
- ★ Spencer Stuart, *The Spencer Stuart 2007 board index*, Spencer Stuart, United States, 2007.